

МЕЖДУНАРОДНА
НАУЧНО - ПРАКТИЧЕСКА КОНФЕРЕНЦИЯ
„Съвременни предизвикателства пред финансовата
Наука в променяща се Европа“

СА „Д. А. Ценов“, 7 – 8 април 2017

КОРЕКЦИИ ЗА СТРАНОВИ РИСК И ЕФЕКТИВНОСТ ПРИ ИЗПОЛЗВАНЕТО НА ПАЗАРНИЯ ПОДХОД ЗА ОЦЕНЯВАНЕ

Нигохос Канарян, д-р по икономика

НОВ БЪЛГАРСКИ УНИВЕРСИТЕТ, ДЕПАРТАМЕНТ „ИКОНОМИКА“



Мотивация

- Пазарният подход един от трите подхода, възприети от МОС (2017) и МСФО 13
- Пазарните множители – основа на подхода
- Корекции на множителите за:
 - отчитане на бизнес цикъла;
 - брой акции за разпределяне;
 - странови риск (Касърова, Праматарска, Лазарова , 2009);
 - ефективност (Bernstrom, 2014).



Странови риск

- Промените в икономическата среда в дадена страна, които могат да повлияят неблагоприятно върху оперативна печалба или стойността на активите.
- Негативното влияние на страновия риск върху пазарния множител P/E (Damodaran, 1996; Pereiro, 2002)
 - По-висок риск, по-нисък пазарен множител
- Множество индикатори за измерване (Касърова, Праматарска, Лазарова, 2009; Петков 2016)

Корекции за странови риск

- Съотношение между средната стойност на даден пазарен множител за страната на оценяваното дружество и средната стойност на пазарния множител за страната на дружеството аналог (Pereiro, 2002)
- Пазарният множител е линейна функция от множество фактори, като един от тях е страновият риск (Damodaran, 1996)
- Коефициент за корекция на база индикатор за странови риск (Касърова, Праматарска, Лазарова , 2009)

Корекции за странови риск

Модифицираме уравнението на Касърова, Праматарска, Лазарова , (2009)

$$P / M_{adj}^c = P / M \times AC_{country} = P / M \times \frac{CR_{assessed}}{CR_{benchmark}}$$

където:

P / M_{adj}^c е коригиран със страновия риск пазарен множител;

P / M - некоригиран пазарен множител;

$CR_{benchmark}$ – оценка на странови риск на държавата на предприятието аналог, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

$CR_{assessed}$ - оценка на странови риск на държавата на оценяваното предприятие, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

Ефективност

- Идеята – от прегледа на множество компании, търгувани на различни фондови пазари
- Всеки пазарен множител си има основен определящ фундаментален фактор.

Пазарен множител	Фактор
<i>Цена-печалба, P/E</i>	<i>Темп на растеж на печалбата - g</i>
<i>Цена-Счетоводна стойност, P/B</i>	<i>Възвръщаемост на собствения капитал - ROE</i>
<i>Цена-Продажби, P/S</i>	<i>Рентабилност на продажбите – m</i>
<i>Стойност на предприятието – Продажби , EV/Sales</i>	<i>Оперативен марж на продажбите – EBIT%</i>
<i>Стойност на предприятието – Печалба, преди лихви и данъци , EV/EBIT</i>	<i>Темп на растеж на EBIT - g</i>

Корекция за ефективност

- Ако фундаменталният фактор на оценяваното предприятие е по-висок от този на аналога, то пазарният множител на аналога ще се завиши за нуждите на оценяването на дадено предприятие

$$P / M_{adj}^e = P / M \times \frac{F_i}{F_{peer}}$$

където:

P / M_{adj}^e е коригиран за ефективност пазарен множител;

P / M - некоригиран пазарен множител;

F_i – фундаментален фактор на оценяваното предприятие;

F_{peer} – фундаментален фактор на аналога.

Емпирично приложение

Корекция за странови риск

The Index of Economic Freedom Швеция	72.7
The Index of Economic Freedom България	66.8
Коригиращ коефициент за странови риск	0.919

Пазарен множител (ttm)	Фактор	Стойност на фактора на аналога	Стойност на фактора на оценяваното дружество	Коригиращ коефициент за ефективност
P/S	Рентабилност на продажбите	13.0%	12.5%	0.962
P/E	Средногодишен темп на растеж на нетната печалба	5.2%	21.0%	4.044
P/B	Рентабилност на собствения капитал	28.1%	11.7%	0.416

Пазарен множител (ttm)	Некоригирани множители	Коригиран множител за ефективност и странови риск
P/S	2.83	2.50
P/E	21.82	81.07
P/B	2.83	1.08

Заключение

- Гледната точка на оценителя при приложението на пазарния подход
- Използването на «суровите» множители е неприемливо предвид корекциите, които трябва да се направят.
- Ние предложихме усъвършенстван подход за коригиране на пазарните множители за странови риск и ефективност.
- Тестване на корекцията за ефективност при формирането на инвестиционен стил, подобно на Estrada (2004).

